

DOCUMENTOS DE TRABAJO

ISSN 2409-1863
DT 002-Junio 1999
Banco Central de Nicaragua

Reducción del Deslizamiento Cambiario. Una Propuesta para Disminuir la Inflación

Coordinado por Ovidio Reyes



Banco Central de Nicaragua
Emitiendo confianza y estabilidad



Banco Central de Nicaragua Documento de Trabajo

DT 002-Junio 1999

REDUCCION DEL DESLIZAMIENTO CAMBIARIO. UNA PROPUESTA PARA DISMINUIR LA INFLACION

Coordinado por Ovidio Reyes

La serie de documentos de trabajo es una publicación del Banco Central de Nicaragua que divulga los trabajos de investigación económica realizados por profesionales de esta institución o encargados por ella a terceros. El objetivo de la serie es aportar a la discusión de temas de interés económico y de promover el intercambio de ideas. El contenido de los documentos de trabajo es de exclusiva responsabilidad de su(s) autor(es) y no reflejan necesariamente la opinión del Banco Central de Nicaragua. Los documentos pueden obtenerse en versión PDF en la dirección <http://www.bcn.gob.ni/>

The working paper series is a publication of the Central Bank of Nicaragua that disseminates economic research conducted by its staff or third parties sponsored by the institution. The purpose of the series is to contribute to the discussion of relevant economic issues and to promote the exchange of ideas. The views expressed in the working papers are exclusively those of the author(s) and do not necessarily reflect the position of the Central Bank of Nicaragua. PDF versions of the papers can be found at <http://www.bcn.gob.ni/>

REDUCCION DEL DESLIZAMIENTO CAMBIARIO. UNA PROPUESTA PARA DISMINUIR LA INFLACION

Coordinado por (coordinated by): Ovidio Reyes¹

Resumen

En este estudio se presenta una propuesta de política cambiaria que permita una disminución en la tasa de inflación. En particular, se propone una reducción en la tasa anual de deslizamiento del nivel actual del doce por ciento, a una tasa de deslizamiento anual del nueve por ciento durante el segundo semestre de 1999. Una vez que la inflación converja a esta nueva tasa de devaluación, se pretende continuar con la baja del deslizamiento de manera gradual. Adicionalmente, se propone flexibilizar la determinación del tipo de cambio mediante la introducción de una banda para el tipo de cambio oficial.

Abstract

This paper proposes a change in the current exchange rate policy in order to induce a reduction in the rate of inflation. In particular, a reduction in the rate of crawl from 12 percent to 9 percent during the second semester of 1999 is proposed. Once inflation converges to the new rate of depreciation, the rate of crawl will be reduced gradually. In addition, this paper proposes a move towards a more flexible exchange rate policy by establishing a band for the official exchange rate.

¹El coordinador de este trabajo es Sub-gerente de Programación Económica del Banco Central de Nicaragua. Este artículo debe su elaboración a un equipo de trabajo de la gerencia de estudios económicos, entre los que figuran Nina Conrado, Francisco Morales y José de Jesús Rojas. Tanto el equipo como el coordinador agradecen los comentarios y críticas de José Gil Díaz, residente del Fondo Monetario Internacional en Nicaragua, y José Félix Solís, Gerente de Estudios Económicos del Banco Central de Nicaragua.

The coordinator is Deputy Manager of Economic Programming at the Central Bank of Nicaragua. This article was prepared by a Section of Economic Studies' team, which was composed by Nina Conrado, Francisco Morales and José de Jesús Rojas. The team as well as the coordinator are grateful to José Gil Díaz, the International Monetary Fund's resident in Nicaragua, and José Félix Solís, Manager of Economic Studies at the Central Bank of Nicaragua, for their comments and criticisms.

Introducción

El tipo de cambio nominal es el precio relativo de la moneda interna con respecto a una moneda externa, que en el caso de Nicaragua es el dólar americano. Los principales sistemas cambiarios en los que se determina el precio de la divisa varían entre los regímenes de tipo de cambio fijo, en que la tasa de cambio es determinada por las autoridades económicas, y los sistemas de tipo de cambio flexible, en que el tipo de cambio es determinado por el libre mercado.

La elección del sistema cambiario óptimo que facilite el buen desempeño macroeconómico es un problema práctico, y responde, principalmente, al grado de importancia que los agentes y las autoridades económicas asignen al objetivo de inflación y al objetivo de competitividad (medido a través del tipo de cambio), así como a la naturaleza de las perturbaciones exógenas que enfrenta la economía².

En Nicaragua el tipo de cambio oficial se ha venido prefijando con la finalidad de alternar entre los objetivos de tipo de cambio real y de inflación. Estos objetivos no se pueden alcanzar simultáneamente, ya que una fijación del tipo de cambio nominal que no sea respaldada por una disciplina macroeconómica conducirá a un proceso de apreciación real (pérdida de competitividad); por su parte, una política de devaluaciones que persiga mejorar la competitividad en un contexto de mercados de bienes y de trabajo en los cuales persiste la indexación, inevitablemente desembocará en una mayor inflación.

En este estudio se presenta una propuesta de política cambiaria que permita una disminución en la tasa de inflación. En particular, se propone una reducción en la tasa anual de deslizamiento del nivel actual del doce por ciento, a una tasa de deslizamiento anual del nueve por ciento durante el segundo semestre de 1999. Una vez que la inflación converja a esta nueva tasa de devaluación, se pretende continuar con la baja del deslizamiento de manera gradual. Adicionalmente, se propone flexibilizar la determinación del tipo de cambio mediante la introducción de una banda para el tipo de cambio oficial.

En la primera parte de este documento se presenta una breve reseña histórica de la política cambiaria en Nicaragua. En las partes dos y tres, se desarrollan los principales argumentos a favor y en contra de la baja en la tasa de deslizamiento. En la parte cuatro se presenta la propuesta de reducción. En la parte cinco, se esbozan los principales problemas y riesgos que podrían presentarse con la reducción del ritmo de las devaluaciones. En la parte seis se presenta el impacto financiero de la baja en la tasa de devaluación. Por último, en la parte siete aparecen las conclusiones, y los anexos se presentan al final.³

² Una explicación de los criterios para la elección de un régimen de tipo de cambio se encuentra en Eichengreen, Barry and Paul Masson (1998).

³ La información estadística del presente documento tuvo como fuente informes anuales y reportes estadísticos del Banco Central de Nicaragua en el período 1991 – 1999.

I.- Reseña de la Política Cambiaria

Nicaragua experimentó un largo período de estabilidad cambiaria desde 1946 hasta el año 1978. En este tiempo, el tipo de cambio se mantuvo fijo en siete córdobas por un dólar. Durante los años de 1960 a 1978 el PIB promedió una tasa de crecimiento real de 5.51 por ciento y la inflación se mantuvo en una tasa promedio de 5.06 por ciento.

Contrario al buen desempeño económico de estos años, en la década de los ochenta se observaron violentas variaciones en el tipo de cambio y un prolongado proceso hiperinflacionario que inició en 1988. En marzo de 1991, las autoridades de gobierno priorizaron el objetivo de estabilidad de precios y, para lograrlo, se utilizó el tipo de cambio oficial como ancla nominal fijándose la paridad cambiaria del córdoba con respecto al dólar en cinco por uno. Además del anclaje del tipo de cambio nominal, cesó el financiamiento inorgánico del banco central al sector público y se garantizó un importante financiamiento externo. Sin embargo, a la estabilidad de los precios le siguió un proceso de sobrevaluación del córdoba, como resultado del crecimiento del gasto privado real y los salarios reales, que condujeron a un profundo deterioro de la balanza comercial.

Una vez que la estabilidad de precios se consolidó y que la inflación se ubicó en un dígito, el objetivo de competitividad externa (tipo de cambio real) pasó a un primer plano. Así, en enero de 1993 se diseñó un programa de ajuste del gasto agregado para revertir el proceso de apreciación real que se estaba experimentando. Complementariamente, para facilitar el ajuste de precios relativos en favor de los bienes que se comercian con el exterior, el tipo de cambio nominal fue devaluado en 20 por ciento, ubicándose la nueva paridad en seis córdobas por dólar. Con la devaluación y la subsecuente reducción de los salarios reales, se pretendía minimizar los costos de un mayor desempleo y una eventual recesión, en un contexto en que los salarios nominales eran (y aún continúan siendo) inflexibles hacia la baja. De igual manera, para evitar el rezago cambiario se adoptó un sistema de minidevaluaciones diarias preanunciadas, modalidad conocida como “crawling-peg” activo.

Inicialmente la tasa de devaluación anual se estableció en 5 por ciento anual. La idea consistía en incorporar un ajuste cambiario que compensara la inflación interna, permitiendo generar una ganancia en competitividad igual a la inflación importada⁴. Implícitamente, la devaluación del cinco por ciento tenía como objetivo sostener el esfuerzo de estabilización de precios manteniendo la inflación en un dígito.

Sin embargo, en noviembre de 1993 la tasa de devaluación se incrementó al 12 por ciento. El incremento de la tasa de devaluación no respondió a un aceleramiento de la inflación que justificara un mayor tipo de cambio nominal para compensar una pérdida de competitividad, más bien, se vinculó a la necesidad de acomodar el mayor déficit público que estaba ocasionando una pérdida importante de reservas internacionales. Con la mayor devaluación, las autoridades económicas pretendían financiar un mayor gasto

⁴ Al respecto, léase Vittorio Corbo et. al. (1993).

público con un mayor impuesto inflacionario, renunciando a la opción de ajustarse decididamente y a mantener una inflación baja.

Desde que se inició el deslizamiento del tipo de cambio nominal han transcurrido cinco años y medio. En un período tan prolongado de ajuste cambiario es de esperar que los agentes económicos desarrollen mecanismos de defensa contra la devaluación y que esta política vaya perdiendo su efectividad. La neutralidad del tipo de cambio nominal sobre las variables reales en el largo plazo, obliga a realizar una reconsideración acerca del actual ritmo de devaluaciones y del sistema cambiario prevaleciente.

II.- Argumentos a favor de una baja en la tasa de deslizamiento del tipo de cambio

Los principales argumentos a favor de una baja en el ritmo de la devaluación son: 1.- las restricciones iniciales que motivaron la elección de un sistema cambiario de deslizamiento han disminuido, 2.- se ha conseguido mejorar la competitividad externa, 3.- la dolarización y la indexación de los precios al tipo de cambio nominal se ha profundizado y 4.- es necesario aumentar el respaldo político al programa de ajuste estructural, garantizando una tasa de inflación cada vez más baja.

Condiciones iniciales

A fines de 1992, la economía presentaba una serie de restricciones estructurales y financieras que impedían la fijación del tipo de cambio nominal. La introducción de las devaluaciones diarias se concibió en un contexto en que los ajustes adicionales en la tasa de cambio nominal iban a ayudar a alcanzar un tipo de cambio real de equilibrio más alto, pero condicionado a la realización de reformas estructurales y financieras que garantizaran una reducción efectiva en el gasto agregado.

En el Cuadro No. 1 se compara las principales restricciones estructurales que dieron paso al sistema de deslizamiento en diciembre de 1992 y su estado a junio de 1999. Asimismo, en el Cuadro No. 2 se comparan los principales indicadores económicos y financieros observados en 1992 y 1998.

A partir de los cuadros, se destaca que la economía ha presentado una recomposición del tipo de cambio real durante el período, así como una eliminación de las principales restricciones que impedían la fijación cambiaria.

Entre la eliminación de las restricciones, se destaca el sistema de libre convertibilidad que prevalece en la actualidad. Hasta fines de 1994 el gobierno participaba activamente en el mercado de cambios controlando el flujo de divisas. Con la unificación del mercado cambiario efectuada en enero de 1995, la incertidumbre y especulación han disminuido, lo que se ha visto reflejado en una sustantiva baja en la brecha entre el tipo de cambio nominal paralelo y el tipo de cambio oficial, que en 1998 se ubicó en 0.36 por ciento.

Principales rasgos estructurales

Cuadro No. 1

Restricción	Condiciones a fines de 1992	Estado a junio de 1999
1. Tipo de Cambio real	Sobrevaluado en un 50%. a/	Se ha presentado una depreciación de 29.4%.
2. Controles de cambios	En el banco central se transaban las divisas para la exportación e importación del sector privado (formal) y público, así como las provenientes de la inversión extranjera.	Libre convertibilidad.
3. Apertura Comercial	DAI 10%-20% ISC: 5%-150% ITF: 3% IGV: 15% Arancel efectivo promedio de 15.9 por ciento. Con una dispersión de 5 por ciento hasta 240 por ciento.	DAI 5%-15% ATP: 5%-20% IEC: 5%-50% IGV: 15% Arancel efectivo promedio de 7 por ciento, con una dispersión de 5 por ciento hasta 138 por ciento, salvo muslos y piernas de pollo que tiene un DAI del 200 por ciento.
4. Mercado Laboral	Segmentado, con ajustes salariales en función de la canasta básica de 53 productos y pocos criterios de productividad.	Aún segmentado, pero con ajustes salariales que cada vez dependen más de criterios de productividad.
5. Financiamiento del BCN al gobierno central	Se entregaban créditos de liquidez y de deuda externa sin ninguna restricción.	Se concede un crédito para el servicio de deuda externa que automáticamente es debitado al final de cada año a los saldos de depósitos que el gobierno tiene en el banco central. Desde 1993, no se realizan ningún financiamiento de liquidez.
6. Financiamiento del BCN al Sistema Financiero	Se garantizaban líneas de crédito (transferencias) que eran canalizadas por la banca estatal hacia el sector privado, las que posteriormente eran saneadas por el gobierno central.	Sólo existen la línea de asistencia extraordinaria y "over-night" a tasas punitivas. El sistema financiero hace un uso reducido de estos créditos.

a/ : Véase Edwards, Sebastián (1992). Calculado a partir de supuestos de elasticidades de exportaciones e importaciones al TCR y al déficit en cuenta corriente sostenible, el cual se estimó en 5 por ciento del PIB.

Fuente : Informes del Banco Central de Nicaragua.

La promulgación de la Ley Orgánica del Banco Central de Nicaragua de 1992 que prohíbe el financiamiento al sector público y la eliminación del redescuento bancario en 1995, fueron factores claves para una mayor estabilidad financiera. Con esta medida se evitó que el banco central continuara financiando el déficit público y se logró eliminar el financiamiento al sector privado que se producía a través de programas masivos de transferencias (crédito).

Como se observa en el Cuadro No. 2, el esfuerzo interno del gobierno en el banco central pasó de una utilización de recursos de 82 millones de córdobas en 1992, a una

contracción de 1,115 millones de córdobas en 1998. El ahorro del sector público consolidado ha crecido en 7.3 puntos porcentuales del PIB. Por su parte, el crédito neto al sistema financiero, que fue expansivo por 607.6 millones de córdobas en 1992, resultó ser de apenas 8.1 millones durante 1998.

Principales indicadores económicos y financieros		Cuadro No. 2	
Concepto	1992	1998	
1. Índice de TCR bilateral USA (94 = 100)	90.9	109.7	
2. Salario real nacional, en US\$ (94 = 100)	202.4	172.6	
3. Brecha cambiaria promedio, en porcentaje	6.37	0.36	
4. Ahorro primario SPNF, en % del PIB	0.3	7.6	
5.- Exportaciones de b. y s., en mill. US\$	309.3	761.4	
5.- Déficit comercial de b. y s., en % del PIB	33.1	42.1	
6. Esfuerzo interno del GC en el BCN, en mill. C\$	(82.0)	1,115.3 a/	
7. Flujo neto de crédito del BCN al SF, en mill. C\$	607.6	8.1	
8. Saldo de RIB, en mill. US\$	179.1	521.1 b/	
9. Cobertura RIB/BM	1.4	2.6 b/	
10.- Flujos de capitales privados, en % del PIB	4.1	17.3	

a/ : Signo (+) significa incremento de depósitos en el BCN.

b/ : Corresponde a información al 30 de junio de 1999.

Fuente : Informes del Banco Central de Nicaragua.

Cerradas estas válvulas de expansión monetaria, la recomposición de los balances monetarios privados (demanda de dinero) necesariamente transcurren con una venta compensatoria de dólares del sector privado al banco central, lo que ejerce una estabilidad mayor en el tipo de cambio y en las reservas internacionales. Las reservas internacionales brutas alcanzan a cubrir 2.6 veces la base monetaria en junio de 1999 (ver Cuadro No. 2), mientras que su nivel es 2.9 veces mayor al de 1992.

La economía ha avanzado hacia una mayor apertura externa al reducirse los aranceles medios y su dispersión. A su vez, se han disminuido considerablemente las discrecionalidades administrativas, aumentándose la base de recaudación para compensar la pérdida que se produjo por la baja en la tasa media. En el Cuadro No. 2 se observa que, como resultado de la mayor apertura comercial y financiera, las exportaciones de bienes y servicios no factoriales de 1998 son 2.5 veces mayores a las de 1992.

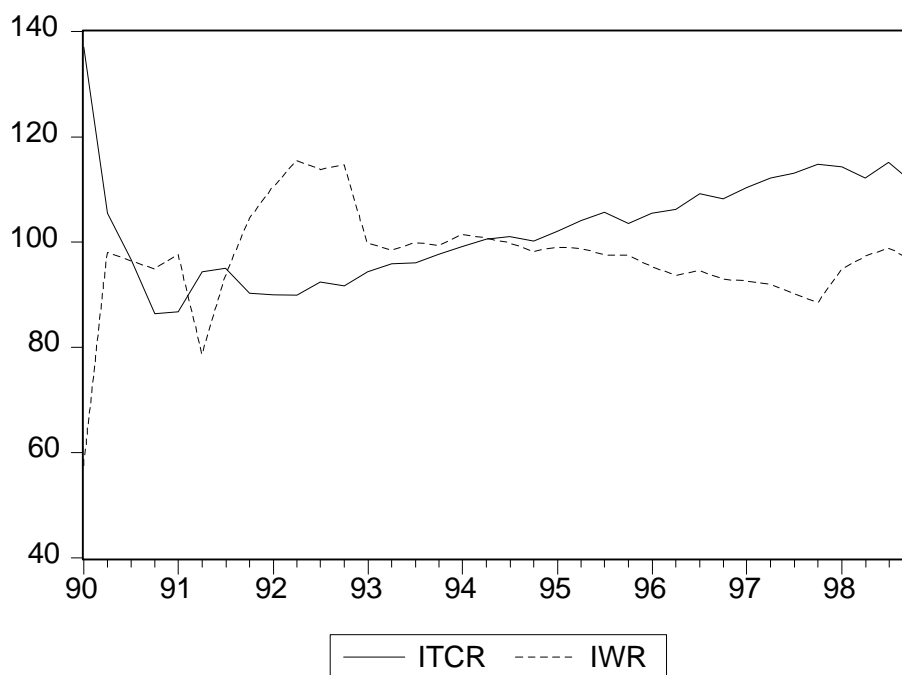
Pese al incremento de las exportaciones, el déficit comercial de bienes y servicios no factoriales como porcentaje del PIB ha aumentado en 9 puntos en el mismo período. No cabe duda que el flujo creciente de capital privado es la causa principal del incremento del déficit comercial. El flujo de capital privado durante 1998 fue superior en 13.2 puntos porcentuales del PIB que el observado en 1992. Aunque el déficit comercial se encuentra financiado por estos flujos, la probabilidad de su reversión conlleva a que el país construya las reservas de ahorro pertinentes. Por esta razón, el incremento del ahorro público y la acumulación de reservas internacionales ha procurado ir en correspondencia con la necesidad de afianzar la estabilidad y la credibilidad en el programa de ajuste que se está implementando.

Por otra parte, aún cuando el mercado laboral continúa segmentado, los ajustes salariales cada vez dependen más de criterios de productividad. En el acumulado, los salarios reales en dólares han disminuido en 14.7 por ciento, lo que ha permitido reducir la tasa de desempleo. Sin embargo, dado el repunte de la actividad económica del sector construcción y de los reajustes salariales observados en el sector gobierno, el salario real medio se ha incrementado desde fines de 1997.

En general, las condiciones iniciales que motivaron la adopción del deslizamiento cambiario han disminuido. En 1998 el país se encontraba en una mejor posición financiera que la observada hacia fines de 1992 y, aunque todavía es necesario avanzar más, los éxitos logrados dan un espacio para que la reducción gradual en la tasa de devaluación comience a hacerse efectiva.

Gráfico No. 1

Índice de tipo de cambio real (ITCR) e índice de salario real (IWR)



Ganancias de competitividad

Desde que se inició el deslizamiento del tipo de cambio nominal, el índice de tipo de cambio real bilateral⁵ con Estados Unidos ha mejorado en 25% (ver Gráfico No. 1). Edwards (1992) estimaba la sobrevaluación real del córdoba en 50%⁶, argumentando que

⁵ El índice del tipo de cambio real bilateral se define como: $TCR = (TCN \times P^*) / P$, donde TCN es el índice del tipo de cambio nominal, P^* y P los índices de precios de Estados Unidos y precios domésticos, respectivamente. Así, aumentos (disminución) del TCR representan una depreciación (apreciación) real.

⁶ Edwards, Sebastián op.cit..

se requería esta depreciación real para equilibrar la balanza comercial en un déficit sostenible de 5% del PIB.

En la actualidad, resulta difícil vincular la brecha comercial a una sobrevaluación real de la moneda, ya que los flujos de capital privado y oficial son los que explican conjuntamente la mayor parte de la brecha comercial. Como la tendencia del flujo de capital oficial es hacia la baja, y como no se debería esperar un flujo positivo de capital privado para siempre, la única manera de evitar una caída en el flujo de importaciones, que pudiese ocasionar una recesión, es con mayores exportaciones. La reducción de la brecha comercial, sin menoscabar la capacidad de importación del país, sólo es posible con un tipo de cambio real de equilibrio más alto, el que deberá alcanzarse mediante un mayor proceso de ajuste del gasto y de reformas estructurales.

En Nicaragua, a menudo se comete el error de vincular las mejoras en el tipo de cambio real con la devaluación sostenida del córdoba. Este pensamiento es incorrecto porque lleva a la conclusión de que para continuar avanzando en la recomposición del tipo de cambio real se requiere mantener la actual tasa de deslizamiento cambiario, o peor aún, aumentarla. Como es sabido, la devaluación nominal tiene un efecto neutral sobre las variables reales en el largo plazo, incluida entre éstas a la depreciación real, afectando únicamente al tipo de cambio real en el corto plazo.

Un análisis econométrico demuestra que, efectivamente, los principales determinantes de las variaciones del tipo de cambio real en el corto plazo son: las variaciones en los salarios reales, las variaciones en el arancel efectivo y las variaciones del tipo de cambio nominal⁷.

$$\begin{array}{l} dlitcr = -0.202 dliwr - 0.051 dlaran + 0.043 dltn \\ \text{t-stat} \quad (-2.57) \quad (-4.44) \quad (4.23) \end{array}$$

$$R^2 = 0.45 \quad D.W. = 2.02 \quad F\text{-stat.} = 12.02$$

Donde *dlitcr* es el diferencial logarítmico del índice de tipo de cambio real bilateral con Estados Unidos, *dliwr* es el diferencial logarítmico del índice del salario real en dólares deflactado por el IPC de Estados Unidos⁸, *dlaran* es el diferencial logarítmico de la tasa de arancel efectiva y *dltn* es el diferencial logarítmico del tipo de cambio nominal de venta del mercado financiero

⁷ La presente regresión intenta destacar la asociación entre las variables que determinan el tipo de cambio real. No está derivada de algún modelo teórico preciso, sino que responde a un enfoque general de determinación de la competitividad. No se pudieron incorporar variables de productividad ni términos de intercambio por carecer de información trimestral. Se decidió utilizar un modelo en tasas de variaciones porcentuales (modelo de corto plazo) para evitar encontrar correlaciones espurias en el caso de haber regresado los niveles de las variables. Las series son trimestrales y la muestra abarca desde el primer trimestre de 1991 hasta el cuarto trimestre de 1998.

⁸ Edwards, Sebastián op.cit., recomienda utilizar este indicador para evaluar la competitividad con respecto a la producción externa, en vez del salario real deflactado por el IPC interno. Las series son trimestrales y la muestra abarca desde el primer trimestre de 1992 hasta el cuarto trimestre de 1998.

El salario real es el principal determinante del tipo de cambio real. Un alza de 10 por ciento del salario real deteriora en 2 por ciento el índice tipo de cambio real. Efectivamente, al ser el salario uno de los costos más importante en las empresas, una reducción del salario real aumenta la competitividad. Adicionalmente, los menores salarios reales reducen las presiones sobre el nivel general de precios, recomponiendo el tipo de cambio real. Por esta razón, la reducción del salario real en dólares que ocurrió desde enero de 1993 (ver gráfico No. 1) hasta fines de 1997, fue la variable clave que explicó la mejora en la competitividad lograda en este período. También, por esta misma razón, el estancamiento del tipo de cambio real de los últimos dos años tiene su explicación en las alzas observadas en el salario real desde noviembre de 1997.

Por otra parte, un alza del arancel efectivo del 10 por ciento, por ejemplo del 10 al 11 por ciento, reduce el tipo de cambio real en 0.51 por ciento. La mayor apertura externa lograda a través de una reducción de los aranceles, afecta positivamente al tipo de cambio real porque al abarataarse el precio de los importables aumenta la demanda por éstos, y se reduce la demanda interna de bienes exportables y de los bienes no comerciables. La producción interna de bienes importables es dirigida hacia la producción de bienes exportables y no comerciables, reduciéndose el precio relativo de estos últimos.

Por último, un aumento del 10 por ciento en la tasa de variación del tipo de cambio nominal mejora el índice de tipo de cambio real en 0.43 por ciento en el corto plazo. La mejora en la competitividad es un efecto transitorio, ya que en el largo plazo, y como se demostrará a continuación, los precios se ajustarán a la nueva tasa de devaluación.

Dada la evidencia empírica, las ganancias futuras en la competitividad deben provenir de dos fuentes principales: una mayor flexibilidad del mercado laboral que reduzca la segmentación y relacione los reajustes salariales a criterios de productividad y una mayor apertura comercial. Pese a que la asociación entre los excesos de gasto y el tipo de cambio real resultó ser del signo contrario al esperado⁹, es un hecho que una política fiscal y monetaria que induzcan a un menor déficit, reducirá las presiones sobre la brecha comercial.

Dolarización y ajuste de precios

Los procesos de dolarización se caracterizan porque en los mercados de bienes, laboral y financiero, se utiliza el dólar en cualquiera de las funciones básicas del dinero: unidad de cuenta, almacenamiento de valor y medio de cambio. Cuando el dólar afianza su función de medio de cambio, se produce una sustitución monetaria.

⁹ En la presente década, el gasto agregado y los agregados monetarios han crecido más rápido que los precios, una vez que se ajusta por el crecimiento del PIB. La razón de esto se debe a que, frente a la existencia de muchos recursos ociosos y de elevado desempleo, se presenta un espacio para un exceso de gasto público y privado no inflacionario, siempre y cuando se encuentre financiado con recursos externos. Cuando la brecha entre la producción efectiva y la potencial comience a reducirse, entonces, las presiones inflacionarias ocasionadas por el mayor gasto se harán más evidentes.

La dolarización comenzó en Nicaragua en los años de hiperinflación. Los precios comenzaron a fijarse en términos del dólar a raíz de la distorsión de precios relativos. Una vez que la hiperinflación fue abatida y que el sistema financiero recobró sus funciones de intermediador de recursos, el proceso de dolarización se profundizó. La explicación de este fenómeno se debe a que la memoria inflacionaria de los agentes económicos los impulsó a poseer relativamente menos córdobas, ya que perdieron muchos activos financieros con la hiperinflación. Además, las minidevaluaciones indujeron a la búsqueda de mecanismos de indexación y a la sustitución monetaria.

Indicadores de dolarización

Cuadro No. 3

Años	Depósitos US\$ / Depósitos Totales en porcentaje	Activos US\$ / Activos Totales en porcentaje	Pasivos en US\$ / Pasivos Totales en porcentaje	Dólares transados en el mercado financiero como porcentaje del PIB
1992	39.4	n.d.	n.d.	25.5
1995	57.6	40.2	42.1	72.0
1998	68.1	67.1	68.3	169.8

En el Cuadro No. 3 se presentan los principales indicadores del grado de dolarización de la economía en el período que se analiza. Los indicadores denotan una profundización de la dolarización. Los depósitos en dólares en el sistema financiero representan el 68 por ciento del total de depósitos. Los activos y pasivos en dólares del sistema financiero alcanzan el 67 y 68 por ciento del total de activos y pasivos, respectivamente. Por su parte, las transacciones en dólares en el mercado cambiario formal, como una medida del grado de sustitución monetaria, ha pasado a representar el 170 por ciento del PIB.

La mayor dolarización reduce los grados de libertad de la política monetaria y cambiaria. En una economía dolarizada los agregados monetarios como porcentaje del PIB son bajos y, por tanto, lo es el impuesto inflación. La devaluación nominal por una sola vez, permite capturar señoreaje porque el alza en el nivel de precios reduce los saldos reales de dinero. En un sistema de tipo de cambio fijo los agentes intentarán recomponer estos saldos vendiendo dólares al banco central. La emisión monetaria y la acumulación de reservas internacionales es el señoreaje que gana el sector público¹⁰. Al contrario, un aceleramiento de la tasa de devaluación reduce aún más la capacidad de hacer señoreaje, ya que al aumentar la tasa de inflación se produce una caída permanente en los saldos reales de dinero demandados por los agentes económicos¹¹. Por esta razón, es incorrecto afirmar que con un mayor deslizamiento se ganarán más reservas internacionales, por el contrario, se pierden.

Para el caso de Nicaragua, el señoreaje potencial asciende a 1.6 por ciento del PIB¹², equivalente a 35 millones de dólares. Cabe destacar que el 66 por ciento del señoreaje

¹⁰ El cálculo del nivel de señoreaje es importante porque fue una de las razones que motivaron el incremento del 5 al 12 por ciento de devaluación en noviembre de 1993.

¹¹ Al respecto léase Calvo (1981).

¹² La fórmula para calcular el señoreaje con respecto al PIB es $s = \mu m$, véase Agénor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel (1996). Donde μ es la tasa de crecimiento del dinero (base monetaria) y m es el dinero con respecto al PIB, el que se ubica en un nueve por ciento en el último año. La tasa de crecimiento de la base monetaria viene dada por $\mu = (p + hg)$. Donde p es la tasa de inflación que se ha mantenido en doce por

está explicado por inflación, el restante 33 por ciento corresponde a crecimiento económico. Si la inflación se redujera a niveles internacionales, es decir, a tasas del 3 por ciento, entonces, el efecto del señoreaje que es explicado por la actual tasa de inflación (devaluación) se reduce a un 50 por ciento. En otras palabras, el señoreaje que se obtiene con el deslizamiento cambiario es de 0.8 por ciento del PIB, 17.5 millones de dólares.¹³

Como se puede inferir, el argumento del señoreaje como medio que provee de un mayor financiamiento al sector público es débil, en el sentido que se introducen grandes distorsiones en el sistema económico para recaudar apenas 17.5 millones de dólares. Una reducción de la tasa de deslizamiento a la mitad, provocaría una pérdida por señoreaje de 9 millones de dólares. Este costo en las finanzas públicas, claramente es superado por los beneficios económicos de alcanzar una devaluación e inflación reducidas a la mitad de lo que en la actualidad ocurre.

Por otra parte, debido a la indexación al dólar la devaluación tiene un costo importante en la redistribución de ingreso, favoreciendo a los poseedores de activos denominados en dólares, o en córdobas con mantenimiento de valor, y perjudicando a los deudores. Aunque un cálculo más preciso de la redistribución de ingreso está fuera del alcance de este trabajo, en el caso del sistema financiero nacional la redistribución desde los deudores hacia los acreedores asciende aproximadamente a 7.3 puntos del PIB, 138 millones de dólares. La redistribución corresponde a la revaluación por tipo de cambio de los saldos de créditos e inversiones en el sistema financiero¹⁴.

La reducción del deslizamiento disminuirá los costos de redistribución, aliviando la carga en córdobas de los deudores, y reducirá el costo doméstico del crédito.

El mayor grado de dolarización también dificulta el manejo de la política macroeconómica al encontrarse indexados los precios y los salarios a la tasa de cambio. Cuando esto sucede con más frecuencia, la política de devaluaciones pierde su efectividad incluso en el corto plazo.

Para evaluar el grado de indexación del mercado de bienes, se testeó una regresión entre la tasa de inflación y la tasa de devaluación del tipo de cambio nominal. Empíricamente se detectó una relación estable de largo plazo (cointegración) entre el nivel de precios y el índice del tipo de cambio nominal, o sea, ambas variables se mueven juntas (ver Gráfico No. 2). La regresión entre el nivel de inflación y el nivel de tipo de cambio fue la siguiente:

ciento, h es la elasticidad del dinero con respecto al PIB que se supone de uno, y g es el crecimiento de la actividad económica que se ubica en seis por ciento.

¹³ Esta cifra podría ser menor una vez que la demanda de saldos reales se incrementa al bajar la inflación.

¹⁴ Podría argumentarse que este cálculo está sobrestimado porque un activo o pasivo en dólares no debería verse afectado por la devaluación, ya que continúa siendo el mismo activo o pasivo en dólares. En efecto, sí se produce una redistribución en la medida en que el deudor percibe ingresos en córdobas, debiendo realizar un mayor esfuerzo para servir la deuda en moneda nacional cuando el tipo de cambio se está devaluando.

$$\begin{aligned} \text{lipc} &= 2.75 + 0.96 \text{ ltcn} \\ \text{t-stat} & \quad 83.7 \quad 60.3 \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.99 \quad \text{D.W.} = 1.81 \quad \text{F-stat.} = 3909$$

Donde *lipc* es el logaritmo del índice de precios al consumidor, y *ltcn* es el logaritmo del tipo de cambio nominal de venta del mercado financiero. El parámetro que acompaña al tipo de cambio nominal indica que la elasticidad de la inflación al tipo de cambio es casi 1. Esto es, en el largo plazo un alza del 10 por ciento en el tipo de cambio nominal significará un incremento de 10 por ciento en la inflación¹⁵.

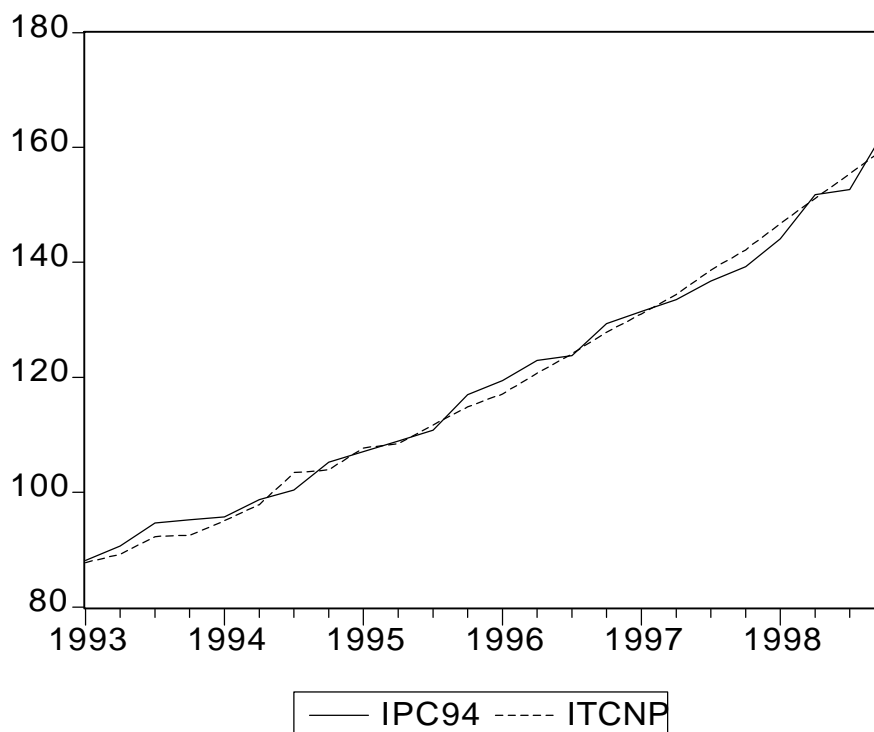
A partir de los residuos de esta regresión, se pudo efectuar una representación de corto plazo a través del siguiente modelo de corrección de errores:

$$\begin{aligned} \text{dlipc} &= 0.01 + 0.61 \text{ dltcn} - 0.86 \text{ res}(-1) \\ \text{t-stat} & \quad (2.17) \quad (3.65) \quad (-5.08) \end{aligned}$$

$$R^2 = 0.52 \quad \text{D.W.} = 1.8 \quad \text{F-stat.} = 11.01$$

Gráfico No. 2

Índice de Precios al Consumidor (IPC94) y del tipo de cambio nominal



¹⁵ La muestra trimestral abarca el período comprendido entre el primer trimestre de 1993 y el cuarto de 1998. No se tomaron observaciones hacia atrás debido a que antes de marzo de 1991 prevalecía una hiperinflación, la que fue eliminada por la fijación del tipo de cambio oficial.

Donde $d\ln pc$ es el diferencial logarítmico del índice de precios al consumidor, $d\ln cn$ es el diferencial logarítmico del tipo de cambio nominal de venta del mercado financiero y res es el residuo de la ecuación de largo plazo. El modelo de corrección de errores indica que en el corto plazo, un trimestre, una devaluación del 10 por ciento afecta la inflación en 6.1 por ciento, ajustándose el restante 3.9 por ciento en los siguientes dos trimestres.

La evidencia empírica demuestra que el mercado de bienes en Nicaragua se encuentra indexado a la tasa de devaluación en el largo plazo. En otras palabras, la devaluación genera ganancias de competitividad en un período menor a un año, después del cual, los precios incorporan plenamente el mayor ajuste cambiario. Por lo tanto, de estos resultados también se concluye que la ganancia observada en el tipo de cambio real responde a determinantes reales y no nominales.

La indexación de los precios del mercado de bienes al tipo de cambio, permite alcanzar un objetivo de bajar rápidamente la inflación a través de un ancla cambiaria, con menores costos en producción, empleo y apreciación real, con relación a los que ocurrirían si prevaleciera mucha inercia. La baja en el deslizamiento generará una baja en la tasa de inflación en el primer trimestre en un 61 por ciento, o sea, se producirá una apreciación real en el corto plazo. Como a la larga (3 trimestres) la inflación se llegará a ubicar a la tasa de devaluación más baja, entonces el país podría continuar obteniendo la misma ganancia en tipo de cambio real (equivalente a la inflación internacional) pero con un menor costo de inflación.

Con relación a los ajustes salariales, no se encontró evidencia en favor de una indexación de los salarios nominales a la devaluación en el corto plazo, por lo menos en el período posterior al programa de estabilización de marzo de 1991. La ausencia de indexación salarial a la devaluación ayuda a reducir más rápido la inflación mediante una baja en el ritmo de deslizamiento. Sin embargo, no necesariamente es una garantía para contener los reajustes salariales en algún momento posterior. Por ejemplo, los sectores construcción y gobierno presentaron durante 1998 reajustes salariales de 21 y 40 por ciento, respectivamente, aspecto que ha estado presionando al alza en el salario medio nacional durante el último año.

Respaldo político

En el presente año, Nicaragua aspira a ingresar en la iniciativa para los países pobres altamente endeudados (HIPC por sus siglas en inglés). El ingreso en la Iniciativa permitirá liberar recursos financieros, que en la actualidad son destinados al servicio de la deuda externa, para ser dirigidos al financiamiento de proyectos públicos con alto contenido social.

Para alcanzar todos los beneficios que provee la Iniciativa, el país debe cumplir exitosamente los programas financieros acordados con el FMI y el Banco Mundial. Dichos programas se focalizan en el saneamiento de las finanzas públicas, el libre desenvolvimiento del mercado y la estabilidad macroeconómica global, transformaciones que se espera sienten las bases para el crecimiento económico sostenido. En el corto

plazo, los programas contienen una política fiscal y monetaria contractivas que reducen el gasto público y privado.

En la medida en que estos programas van acompañados con la devaluación, el bienestar se reduce, porque se agrega un costo adicional para los consumidores al encarecerse los bienes de consumo en general, y porque los salarios, al no estar plenamente indexados al tipo de cambio, se deterioran en términos reales. No cabe duda que una reducción en la tasa de deslizamiento reducirá la magnitud del deterioro del salario real en los sectores que no se encuentran indexados al tipo de cambio. Además, como los precios de los bienes y servicios comenzarán a crecer a un ritmo más bajo, la tasa más baja de inflación reduce los costos aún más.

Obviamente, ambos resultados son beneficiosos y aumentan el respaldo político al programa de ajuste de parte de un amplio sector de la población. Como se espera que a la larga el país no pierda competitividad al ubicarse la inflación al nuevo ritmo de deslizamiento, eventualmente el sector exportador no debería verse perjudicado por la baja en el ritmo de la devaluación.

La necesidad de aumentar el respaldo político al programa de ajuste estructural se acrecienta con la llegada de la Iniciativa HIPC. Es indispensable reducir todos los riesgos que pudieran desviar el programa de su rumbo original. La reducción del deslizamiento disminuye estos riesgos porque es una clara señal de compromiso hacia una mayor estabilidad de precios y, por ende, de control de las finanzas públicas.

III.- Argumentos en contra de la reducción del deslizamiento

A pesar de que las condiciones para reducir el deslizamiento están dadas, aún persisten quienes consideran que debería mantenerse la actual tasa de devaluación del doce por ciento anual. Los principales argumentos en contra de la reducción del deslizamiento son: 1.- la economía necesita de un mayor tipo de cambio real de equilibrio para reducir la elevada brecha comercial, la reducción del deslizamiento hará más difícil este proceso de ajuste, y 2.- en la coyuntura actual el país está enfrentando una caída de los términos de intercambio, requiriéndose de un tipo de cambio nominal más alto para facilitar el proceso de ajuste del tipo de cambio real.

Mayor tipo de cambio real

Efectivamente, la economía necesita un tipo de cambio real más alto para alcanzar un déficit comercial sostenible. Sin embargo, tal y como se demostró en la sección anterior, la indexación de los precios al tipo de cambio nominal han reducido la efectividad de la política de devaluaciones para producir una mejora en el tipo de cambio real. La tasa de devaluación lo único que está haciendo es poniendo un piso a la inflación, sin producir ninguna ganancia adicional en la competitividad.

Entre los determinantes reales que deberían mejorarse, se mencionó anteriormente la contención de los ajustes salariales que no provengan de aumentos en productividad y la

mayor apertura externa. A estos se podrían agregar las inversiones y medidas de política que produzcan una mejora efectiva en la competitividad, tal como las inversiones que provean puertos eficientes, mejoras en la infraestructura de transporte y comunicaciones, eliminación del monopolio energético, reducción de las distorsiones en las estructuras de costos que surjan por la política impositiva tal como sucede con los impuestos a los combustibles e hidrocarburos, fortalecimiento del marco jurídico para que se incentive la producción de exportación y la inversión extranjera, y la provisión de capacitación gerencial y de mercadeo para la exportación.

En otras palabras, las mejoras en el tipo de cambio real de equilibrio deben provenir de la supresión de las barreras que limitan la competitividad y la productividad del sector transable. Una de estas barreras es la misma devaluación, ya que se provee a los exportadores de un seguro cambiario que desestimula la inversión en nueva tecnología, porque al abaratare artificialmente los costos laborales reales mediante la devaluación se esquivan la inversión de capital y no se pone en un primer plano las mejoras de productividad.

Caída en los términos de intercambio

La volatilidad de los términos de intercambio no es un buen argumento para justificar la continuidad de la tasa de devaluación, sino más bien, un argumento a favor de una mayor flexibilidad cambiaria.

Efectivamente, si se produce una mejora en los términos de intercambio, la economía requerirá de un tipo de cambio real de equilibrio más bajo, y a la inversa, un deterioro impulsará a un tipo de cambio real de equilibrio más alto. Si el tipo de cambio nominal es flexible, el ajuste se produce a través de variaciones compensatorias en el tipo de cambio nominal. Cuando el tipo de cambio es fijo los ajustes se producen en forma lenta, en un contexto en que los precios de los no transables son inflexibles a la baja.

La baja del deslizamiento no será traumática para los exportadores. Cabe destacar que un deslizamiento del nueve o el seis por ciento, todavía compensa una parte de la pérdida de precios de los bienes de exportación. Lo que debe quedar claro, es que con la devaluación no se tiene por qué contrarrestar totalmente la caída en los precios que enfrentan los exportadores mediante una redistribución de ingreso desde los asalariados hacia los productores. El costo debe ser compartido.

Por último, hay que recordar que en la presente propuesta no se está recomendando un anclaje definitivo del tipo de cambio, sino la continuidad de las devaluaciones pero a un ritmo menor. Es decir, se está reconociendo directamente la necesidad de evitar el rezago cambiario para avanzar con el menor costo hacia el tipo de cambio real que la economía necesita.

IV.- El programa de reducción del deslizamiento cambiario

El programa de reducción del deslizamiento cambiario tiene como principal objetivo reducir la inflación a una tasa que converja a la inflación internacional. La reducción del ritmo de la devaluación se enmarca dentro del programa de ajuste estructural que se viene implementando desde 1997. Esto es así, porque el avance de las reformas estructurales y la reducción de los desbalances fiscales y monetarios son la piedra medular que garantizará la estabilidad del sistema cambiario y la libre convertibilidad.

Inicialmente, se propone reducir la tasa de devaluación anual al nueve (9) por ciento a inicios del segundo semestre de 1999. Se eligió el segundo semestre del año para afectar las expectativas hacia una baja en la tasa de inflación, aprovechando el escenario favorable de contención de precios observado durante el primer semestre del año. De esta forma, la tasa de devaluación acumulada durante 1999 será de 10.5 por ciento, proyectándose una inflación acumulada de 7.5 por ciento.

En la medida que la nueva tasa de devaluación sea incorporada en los ajustes de precios, y que se observe que la inflación interanual empiece a converger a la nueva tasa de devaluación, se puede proceder a reducir la devaluación anual a seis (6) por ciento, manteniéndose luego en esta tasa durante un período prudente. La reducción al seis por ciento podría ocurrir a inicios del año 2000. Posteriormente, la devaluación podría ser reducida en uno o dos puntos porcentuales adicionales. La baja dependerá, fundamentalmente, de la tendencia hacia la baja que se vaya observando en los precios.

Una vez alcanzada una reducción por debajo del seis por ciento, es probable que no se produzcan bajas posteriores ya que no se propone alcanzar un tipo de cambio fijo. Al contrario, se podría introducir cierta flexibilidad en el mercado cambiario mediante la implementación de un sistema de bandas cambiarias.

Bajo el esquema de bandas, el tipo de cambio oficial continuaría deslizándose a la tasa pre-anunciada por el banco central, lo que se conocerá como el centro de la banda. Complementariamente, se fijará un margen de flotación del tipo de cambio nominal, el que podría ubicarse en un rango no mayor del cinco por ciento por encima y por debajo del centro de la banda. Como resultado, el tipo de cambio estará libremente determinado por el mercado dentro de los límites de la misma, pero una vez que éste alcance el techo o el piso de la banda, el banco central intervendrá de dos maneras: vendiendo dólares en el caso de alcanzarse el límite superior, con la finalidad de reducir el tipo de cambio, o comprando dólares en el caso de que se alcance el límite inferior, para garantizar que el tipo de cambio suba.

La idea central de la adopción de un sistema de bandas cambiarias, es aprovechar las ventajas de tener un tipo de cambio nominal determinado por el mercado sin perder la ventaja de contar con un ancla nominal de precios provista por un tipo de cambio prefijado. Una banda cambiaria es útil porque recoge información de mercado que marca la dirección del tipo de cambio real que está buscando la economía. Además, evita estar regalando un seguro cambiario a los inversionistas externos y a los exportadores. Por

último, provee un margen de flexibilidad para absorber perturbaciones internas y/o externas.

La reciente crisis de los mercados emergentes evidenció la fragilidad de los sistemas de tipo de cambio fijo. La banda cambiaria evita establecer un compromiso rígido con respecto al tipo de cambio nominal, y dota a las autoridades con una mayor flexibilidad tan pronto como se posibilita ampliar la banda y aceptar una situación de mayor depreciación o apreciación del tipo de cambio nominal.

V.- Problemas y riesgos

El primer problema que podría presentarse una vez que se implemente la baja del deslizamiento es que la inflación interanual baje más lentamente de lo esperado. Una reducción más gradual de precios que la prevista puede ser recesiva, lo que conllevaría a revisar la velocidad de la reducción del deslizamiento. La baja lenta de los precios puede surgir por dos motivos: por inercia y/o por falta de credibilidad.

La evidencia empírica presentada en la primera parte de este trabajo, muestra que la inflación se ajusta totalmente a la devaluación con un rezago de tres trimestres. Sin embargo, cabe recordar que los parámetros estadísticos son relevantes para el período en el que fueron calculados, mientras que la extrapolación debe estar sujeta a un análisis cuidadoso debido a que los parámetros pueden cambiar. Como la devaluación de 1999 será de 10.5 por ciento, podría suceder que ciertas empresas ajusten sus precios en el año 2000 con base a la anterior tasa de devaluación y no con base a la nueva tasa del seis por ciento, lo que provocará un lento ajuste de los precios. Por otra parte, si las empresas no creen que la devaluación efectivamente se pueda mantener a la nueva tasa, y prevén una reversión de la medida, o sea, un regreso a la tasa del 12 por ciento o un alza mayor, entonces, la inflación podría quedar predeterminada a la anterior tasa de devaluación.

El problema esbozado se solventa si las autoridades económicas fortalecen su credibilidad ejecutando el programa de reducción del deslizamiento en forma decidida y convincente, no dejando espacios para que se ponga en duda la política. Es necesario, entonces, explicar a todos los sectores económicos el objetivo que se persigue y hacia dónde se quiere llegar, dando a conocer el calendario de reducción con anticipación para que las empresas puedan incorporar en sus precios la nueva tasa de devaluación e inflación declinantes.

Otro problema podría surgir si se presenta un debilitamiento de las finanzas públicas o un relajamiento de la política monetaria. Dependiendo de la magnitud del desvío, la reducción del deslizamiento irá acompañada de una apreciación real que afectará al sector exportador. Sin embargo, como la propuesta de reducción del ritmo de las devaluaciones surge como iniciativa de las autoridades económicas, bajo el compromiso de continuar con el proceso de ajuste estructural que finalice con la incorporación de Nicaragua en la Iniciativa HIPC, el riesgo de un debilitamiento financiero en el sector público es reducido. A pesar de ello, es necesario recalcar el compromiso que deben asumir las autoridades para conseguir un mayor ahorro y una reducción del déficit público, evitando

la realización de ajustes masivos salariales que vayan en la dirección contraria del objetivo antinflacionario que se está estableciendo.

Un riesgo adicional que atentaría contra la baja de la tasa de devaluación — y del sistema cambiario como un todo — es el surgimiento de una crisis financiera. La experiencia reciente identifica como orígenes de estas crisis a la falta de solidez del sistema financiero y la acumulación de deuda pública de muy corto plazo. Adicionalmente, para Nicaragua habría que agregar el riesgo de una caída en los términos de intercambio de grandes proporciones.

Una forma en que el gobierno puede reducir el riesgo de la crisis financiera es fortaleciendo la supervisión prudencial y emitiendo normas que aumenten la solidez del sistema financiero. Sin embargo, es muy poco lo que puede hacer frente al riesgo de una caída abrupta en los términos de intercambio. En este último caso, debería permitirse una mayor flexibilidad cambiaria para minimizar la recesión. Aún cuando este último riesgo está presente con independencia del régimen cambiario adoptado, se destaca como un suceso traumático que indudablemente eliminaría el plan que se está presentando.

VI.- Impacto financiero de la reducción del deslizamiento

Impacto en el Sector Público no Financiero

La reducción en la tasa de deslizamiento resultará en un impacto positivo en el ahorro corriente del sector público no financiero y en el déficit global antes de donaciones. Como la medida afectaría las cuentas fiscales a partir del segundo semestre, el impacto anual es muy moderado. En términos generales, la menor tasa de cambio, en la medida que afecte la tasa de inflación, resultaría en menores ingresos fiscales. No obstante, este efecto sería contrarrestado por el menor gasto corriente, principalmente en concepto de intereses externos y en menor grado por el componente importado en la compra de bienes y servicios. Asimismo, se produciría una reducción en el gasto de capital, en córdobas, más no así en dólares, ya que éste está ligado de forma importante a recursos externos atados, los que se verían afectados al ser expresados en córdobas por un menor tipo de cambio.

Para 1999, la reducción en la tasa de deslizamiento, por los efectos mencionados, provocaría una leve mejora en el ahorro corriente del sector público no financiero de medio millón de córdobas. En el caso del déficit global antes de donaciones éste se reduce en 29 millones y el financiamiento externo neto, incluyendo donaciones, se reduce en 42 millones. Cabe mencionar que el mayor impacto toma lugar en las cuentas del gobierno central, dada su magnitud, la importancia del servicio de deuda externa y sobre todo, por que la mayor parte de los recursos externos están destinados a este sector.

En el año 2000, el impacto de la reducción en la tasa de deslizamiento es mayor. El programa financiero ya incorporaba una reducción en la tasa de devaluación al 9 por ciento, por lo que el ejercicio realizado analiza el impacto de bajar la tasa de 9 al 6 por ciento. En este caso, el ahorro corriente del sector público consolidado presenta una

mejoría de 40 millones de córdobas, lo que resulta de un efecto combinado de menores ingresos corrientes y menores gastos corrientes, principalmente en intereses externos.

En el consolidado, el déficit global antes de donaciones se reduce en 50 millones de córdobas, lo que refleja, además de los componentes que afectan la cuenta corriente, el menor gasto de capital, que como se mencionó anteriormente se deriva de los menores recursos externos expresados en córdobas.

Impacto en el Banco Central

Para 1999 la reducción del deslizamiento resultará en ningún efecto significativo en el balance monetario del banco central, ya que esta medida implica un cambio muy leve en el tipo de cambio promedio del año. Se espera que los agregados monetarios continúen expandiéndose al ritmo observado durante el primer semestre, lo que implicaría que la base monetaria crecería de acuerdo a lo previsto. De esta manera, no se debería de esperar ningún efecto en la meta de acumulación de reservas internacionales netas ajustadas.

En el caso del año 2000 el balance monetario resulta afectado en varias líneas. La base monetaria crecería menos que lo programado, tanto la emisión como los depósitos de encaje de los bancos comerciales. Las pérdidas operativas base caja se reducirían en 20 millones de córdobas, reflejando principalmente el efecto de un menor tipo de cambio promedio sobre el servicio de intereses externos y el mantenimiento de valor pagado por los títulos emitidos por el banco central (CENIs). No obstante, el ingreso de intereses externos expresados en moneda nacional se reduciría con esta medida. Así mismo se afectaría los pasivos externos de mediano y largo plazo y el crédito neto del gobierno central. El efecto neto de estas variables sería nulo en términos de las reservas internacionales netas.

Impacto en el sistema financiero

La reducción en la tasa de deslizamiento afectará las revalorizaciones de activos y pasivos en dólares y en moneda nacional con mantenimiento de valor del sistema financiero, lo que se reflejará a través de las ganancias o pérdidas cambiarias en el estado de resultados de las instituciones.

El impacto del cambio de política se analizó a través de un ejercicio estático, manteniendo la estructura y nivel de activos y pasivos existente al 30 de abril de 1999. En este mes, el sistema bancario presentó una estructura de activos del 67 por ciento en dólares, 20 por ciento en córdobas con mantenimiento de valor y 13 por ciento en córdobas corrientes. Por el lado de los pasivos, la estructura era de 67 por ciento en dólares, 23 por ciento en córdobas con mantenimiento de valor y un 10 por ciento en córdobas corrientes.

A nivel consolidado los activos en dólares y en moneda nacional con mantenimiento de valor son superiores en 2.6 por ciento a los pasivos con igual denominación, lo que

resulta en menores ingresos por revaluaciones monetarias para el sistema ante la reducción en la tasa de deslizamiento. El efecto de la reducción dependerá del calce en moneda extranjera y moneda nacional con mantenimiento de valor. En su conjunto el sistema bancario tiene coeficientes de calce de 1.05 y 0.95 en moneda extranjera y en moneda nacional respectivamente, lo que reduce el impacto de alteraciones en la política cambiaria¹⁶.

Para 1999, el cambio en la tasa de devaluación provocaría en el sistema financiero una reducción de 6.7 millones de córdobas en ingresos por revaluaciones cambiarias, lo que equivale a 0.6 por ciento de las utilidades operativas brutas de 1998. Este impacto en las ganancias cambiarias se incrementaría a 21.9 millones para el año 2000 y 44.1 millones de córdobas para el año 2001, siempre bajo el mismo supuesto de estructura de activos y pasivos. No obstante, es de esperarse que la banca se ajuste al nuevo ritmo de deslizamiento, dado el sesgo de la estructura de activos a favor del corto plazo (80 por ciento), y la relativa estabilidad en los pasivos. Es importante mencionar que a escala desagregada esta medida afectaría de forma diferente a cada institución puesto que sólo los bancos que tengan más pasivos que activos afectados por el deslizamiento se verían beneficiados por una reducción a la nueva tasa.

Por último, la reducción en la tasa de deslizamiento puede alterar la trayectoria de las tasas de interés pasivas en dólares y en córdobas. Es posible que la pérdida en mantenimiento de valor sobre los depósitos de encaje en córdobas haya generado incentivos en los bancos para captar depósitos en dólares, distorsión que se reduciría al bajar la tasa deslizamiento.

VII.- Conclusiones

En este trabajo se ha presentado una propuesta de reducción del deslizamiento cambiario. Los argumentos y la evidencia empírica demuestran que en la actualidad existe un margen para reducir la tasa de devaluación por debajo del 12 por ciento anual.

El objetivo fundamental que se persigue con esta política es alcanzar una tasa de inflación más baja. En el futuro, se dotará de una mayor flexibilidad cambiaria mediante la introducción de un sistema de bandas para el tipo de cambio oficial nominal.

La baja en la tasa de devaluación se espera que no genere costos adicionales en competitividad debido a que el sistema financiero y el mercado de bienes se encuentran indexados al dólar. Siendo así, una reducción del ritmo de deslizamiento conllevará a una reducción proporcional en el nivel de precios en un período menor a un año.

En el ámbito de las variables financieras, se espera que la reducción del deslizamiento cambiario aumente el ahorro combinado del sector público no financiero y reduzca el déficit global antes de donaciones. Tampoco se esperan cambios significativos en la meta de reservas internacionales netas del banco central. Por su parte, de mantenerse la

¹⁶ Esto es desde el punto de vista contable, ya que desde el punto de vista económico un abrupto incremento del tipo de cambio reduciría la probabilidad de repago de muchas deudas.

estructura de activos y pasivos en el sistema financiero, la baja en la tasa de devaluación reduciría las utilidades de los bancos comerciales.

Para garantizar que la medida sea todo un éxito, es indispensable que el sector público continúe con el actual esfuerzo de estabilización y ajuste estructural que abrirá las puertas para que Nicaragua ingrese a la Iniciativa de alivio de deuda HIPC.

Base de datos
(Series trimestrales)

Trimestre	ARANCEL	IPC94	ITCRB	TCNP	WRU
1990:1	2.7158	0.1152	137.0198	0.0744	102.5080
1990:2	4.1311	0.4664	105.4063	0.2285	174.7349
1990:3	6.8021	2.3646	96.6637	0.8273	171.7882
1990:4	6.3220	6.3451	86.3459	1.9574	169.0604
1991:1	9.6169	30.9737	86.6804	4.7029	174.0490
1991:2	7.1371	74.9029	94.2908	5.3000	140.1676
1991:3	7.5121	74.9065	94.9328	5.3100	166.8742
1991:4	8.6336	77.9560	90.2421	5.3433	186.3408
1992:1	8.5343	79.2428	89.9565	5.2333	196.8186
1992:2	7.6811	80.4738	89.8862	5.3100	205.7983
1992:3	7.3478	79.0873	92.3650	5.5200	202.7385
1992:4	10.5580	82.1128	91.5782	5.5233	204.4196
1993:1	13.0343	88.0958	94.3153	6.0954	177.7828
1993:2	10.8966	90.5832	95.8161	6.1909	175.4677
1993:3	11.0338	94.6584	95.9873	6.4105	178.0276
1993:4	12.7679	95.2293	97.6845	6.4244	177.0610
1994:1	9.4004	95.7080	99.1497	6.5988	180.7438
1994:2	8.5478	98.7342	100.5560	6.7934	179.4974
1994:3	9.2252	100.3624	101.0432	7.1783	177.9423
1994:4	11.8136	105.1953	100.1940	7.2135	174.9103
1995:1	11.3137	107.0495	102.0071	7.4826	176.4631
1995:2	10.4435	108.9026	104.0552	7.5301	176.0233
1995:3	9.1977	110.8099	105.6798	7.7605	173.8480
1995:4	10.8621	116.9798	103.4922	7.9773	173.6589
1996:1	11.1861	119.4129	105.3978	8.1296	169.8136
1996:2	9.0528	122.8983	106.2267	8.3819	166.8796
1996:3	7.1717	123.7422	109.1590	8.6182	168.4868
1996:4	9.2477	129.3910	108.1838	8.8783	165.6628
1997:1	6.5849	131.4891	110.2562	9.1004	164.8702
1997:2	7.4929	133.4845	112.1022	9.3362	163.8600
1997:3	8.2914	136.7626	113.0448	9.6326	160.6029
1997:4	10.5447	139.2347	114.7080	9.8765	157.7468
1998:1	7.6300	144.1109	114.2704	10.1941	168.9458
1998:2	8.6800	151.8171	112.2113	10.4963	173.4264
1998:3	8.3200	152.6857	115.1476	10.7957	176.1736
1998:4	8.3500	162.9336	111.2971	11.0965	171.7737

Fuente: Banco Central de Nicaragua

Arancel: Corresponde a la recaudación efectiva por arancel como porcentaje del PIB.
 IPC94: Índice de precios al consumidor base 1994=100.
 ITCRB: Índice de tipo de cambio real bilateral con USA. 1994=100.
 TCNP: Tipo de cambio nominal promedio de venta del mercado paralelo.
 WRU: Salarios reales en dólares, deflactados por el IPC USA. 1994=100.

Referencias

Agénor, Pierre-Richard and Peter J. Montiel. 1996. *Development Macroeconomics*. New Jersey: Princeton University Press.

Banco Central de Nicaragua. 1991 – 1999. Informes anuales y reportes estadísticos.

Calvo, Guillermo. 1981. "Devaluation: Level vs. Rates." *Journal of International Economics*:11, pp. 165-72.

Corbo, Vittorio, Michael Bruno, and Stanley Fisher. 1993. "An Economic Assesment of Nicaragua." Managua, Nicaragua.

Edwards, Sebastián. 1992. "Real Exchange Rates, Competitiveness and Macroeconomic Adjustment in Nicaragua." University of California, Los Angeles: California.

Eichengreen, Barry and Paul Masson. 1998. "Exit Strategies: Policy Options for Countries Seeking Exchange Rate Flexibility." *Ocassional Paper*:168.